



Inhoud:

1. Terugblik en vooruitblik
2. Kredietwaardigheid
3. Beleggingsbeleid
4. Tenslotte

1. Terugblik en vooruitblik

Het is inmiddels half januari in het nieuwe jaar 2016. Voor al degenen die wij nog niet persoonlijk gesproken hebben, wensen we u het allerbeste in een hopelijk voor u voorspoedig jaar. Ook wensen we uiteraard dat 2016 een mooi beleggingsjaar mag worden. De start in de afgelopen twee weken is echter zeer moeizaam te noemen. Op 1 januari werden de Chinese groeicijfers van de economie gepresenteerd en zorgden voor een grote verkoopdruk op de beurzen wereldwijd.

Terugkijkend naar 2015 mogen we stellen dat de beurzen een grillig verloop hebben laten zien. Vele belangrijke nieuwsfeiten zijn gepasseerd, om te beginnen met Griekenland en een eventuele Grexit. Een verdere verruiming van het monetaire beleid door de ECB ja of nee? Een eventuele renteverhoging in de VS? Zet de Europese economische groei door? Blijvend dalende grondstofprijzen? Aanslagen in Parijs, vluchtelingencrisis en vooral niet te vergeten, de groeiperikelen vanuit China die onlangs weer de kop opstaken. Positieve ontwikkelingen werden hierdoor af en toe teniet gedaan door snelle negatieve wendingen.

Maar ondanks de piek in de eerste helft van 2015, gevolgd door een aantal scherpe dalingen (met tussentijds herstel) zijn de beurzen over het algemeen genomen (licht) positief het jaar uitgegaan. Uitzondering hierop is de regio Emerging Markets, zowel in Azië als in Zuid-Amerika.

Wat betreft het vierde kwartaal 2015 kunnen we stellen dat de terugval, die we in het derde kwartaal hebben gezien, een halt is toegeroepen. Dit komt overeen met onze licht optimistische welke we in het 3^e kwartaalbericht aan u hebben geventileerd. Overall zijn we en blijven we licht positief over het toekomstige beursklimaat, maar wel met enige voorzichtigheid. De contouren waarbinnen de economie zich beweegt zijn zichtbaar aan het veranderen.

Met de eerste doorgevoerde renteverhoging in de VS sinds 10 jaar wordt een belangrijke stap gezet op monetair vlak welke van invloed kan zijn op de economische verhoudingen wereldwijd. De ECB daarentegen blijft vasthouden aan het huidige monetaire beleid en vormt hiermee nog steeds een steun in de rug voor het Europese bedrijfsleven. Later in dit bericht meer hierover.

Actueel!

In dit kwartaalbericht zullen we allereerst stil staan bij de recente ontwikkelingen op de beurzen in de eerste weken van dit jaar. De beurzen zijn slecht uit de startblokken gekomen en zakten in de eerste handelsdagen behoorlijk weg. Dit op een breed front wereldwijd. De beweeglijkheid van de beursuitslagen is hiermee flink toegenomen.

Aanleiding hiervoor was de negatieve berichtgeving vanuit China. De eerdere zorgen over de verzwakkende groei van de Chinese economie, welke speelden in augustus 2015, keerden weer terug. De op 1 januari gepubliceerde cijfers aangaande de inkoop managersindex van de Chinese productiesector over december vielen de markt tegen.

Hierop daalden de koersen in China op maandag 4 januari ongeveer 7 %, waarop de handel voor de rest van de dag werd stilgelegd. Hierdoor nam de nervositeit bij beleggers toe. In de daaropvolgende dagen is de Chinese beurs nog enkele malen stilgelegd. Hiernaast speelde ook het feit mee dat het verbod op verkoop van Chinese A-aandelen zou aflopen. Deze maatregel werd op 8 juli vorig jaar ingesteld en zou op 4 januari aflopen. Vooruitlopend hierop werd al veel verkoopdruk verwacht.

Deze ontwikkelingen, samen met wat oplopende spanningen in het Midden-Oosten tussen Saoedi-Arabië en Iran en licht tegenvallende economische cijfers vanuit de VS begin deze maand, zorgden voor een behoorlijke spanning onder beleggers. Later in dit bericht uiteraard meer aandacht voor de huidige situatie in China.

Overzicht marktontwikkelingen

Wij geven onderstaand een uitgebreid overzicht van de relevante aandelenindices en overig indices die ons inziens een representatief beeld verschaffen van de mondiale ontwikkelingen op de aandelenbeurzen. Vooral ook omdat we in onze portefeuilles vaak index gerelateerde producten opnemen en in toenemende mate ook beleggingsfondsen, waarbij het kunnen volgen van een dergelijke index gewenst is.

Categorie	Benchmark	30-sept-15	30-dec-15	Performance 4 ^e kwartaal	Performance 2015	
Aandelen	MSCI World	1.550,43	1.662,79	7,24 %	- 2,74 %	
	AEX (Ned)	421,14	441,82	4,91 %	4,09 %	
	DAX (Dui)	9.660,44	10.743,01	11,21 %	7,14 %	
	CAC40 (Fra)	4.455,29	4.637,06	4,08 %	8,53 %	
	Euro Stoxx 50 (Eur)	3.100,67	3.267,52	5,38 %	3,85 %	
	Dow Jones Ind (VS)	16.284,70	17.425,03	7,00 %	-2,23 %	
	S&P 500 (VS)	1.920,03	2.043,94	6,45 %	-0,07 %	
	Nasdaq (VS)	4.620,16	5.007,41	8,38 %	5,73 %	
	Nikkei 225 (Jap)	17.388,15	19.033,71	9,46 %	9,07 %	
	Hang Seng (Hong K)	20.819,63	21.914,40	5,26 %	- 7,11 %	
Vastgoed	MSCI Emerging (Opk. L.)	776,35	794,14	2,29 %	- 16,96 %	
	Vastgoed	Ishares Global Real Estate usd	27,61	29,61	7,24 %	17,59 %
	Obligaties	iShares Euro Corp Bond	130,30	131,56	9,67 %	2,46 %
		iShares Euro High Yield	101,89	102,70	0,79 %	- 0,56 %
		iShares EUR Gov.Bnd 5-7	151,62	153,02	0,92 %	1,48 %
		iShares EUR Gov.Bnd 7-10	202,71	203,51	0,39 %	0,56 %
		JPM Em.Mkt.Bnd ETF	105,76	105,78	0,00 %	- 3,86 %
	Grondstoffen	Brentolie	48,37	36,78	- 24,96 %	- 64,15 %
		Goud	1.115	1.060	- 4,94 %	- 10,56 %
	Valuta	Eur/USD	1,1176	1,0869	- 2,52 %	- 10,17 %
Liquiditeiten	3-maands Euribor rente tarief	- 0,043 %	-0,131 %			

Bron: VWD

Economie in vogelvlucht

Verenigde Staten: De eerste renteverhoging is een feit?!

Iets later dan wat de markt en analisten in het algemeen hadden verwacht, heeft Janet Yellen van de FED op de valreep besloten om in 2015 de rente met een eerste stap te verhogen. De verhoging van 0,25 % tot een niveau nu van 0,375%, is een belangrijk besluit zo vlak voor de kerstdagen en hier gaat een duidelijk signaal van uit.

Allereerst wordt hiermee extra benadrukt dat de monetaire verruiming, na het dichtdraaien van de geldkraan eerder in 2014, definitief is beëindigd. Hiermee mag zelfs gedacht worden aan het inzetten van maatregelen tot verkrapping van het monetaire beleid. Daarnaast en misschien wel het meest belangrijk, geeft ze hiermee aan dat de kracht van de huidige Amerikaanse economie robuust genoeg is om een renteverhoging door te voeren.

De Amerikaanse economie groeide de afgelopen 5 jaar gestaag met gemiddeld ongeveer 2 % op jaarbasis. Tevens spreekt de FED zich ook positief uit over het doorzetten van deze ontwikkelingen in de komende jaren wat deze stap zou rechtvaardigen.



Wat we hier duidelijk zien is, dat de economie zich in de VS anders gedraagt dan in de andere regio's. De stimulering wordt langzaam afgebouwd, terwijl bijvoorbeeld in Europa de ECB haar stimuleringsprogramma voorlopig handhaaft en zelfs verlengt.

Het geeft aan dat de beide regio's in een verschillende fase van de economische cyclus zitten. Europa is nog volop bezig om uit het dal te klimmen terwijl de VS hierin al ver gevorderd is. Het beleid van de FED lijkt hiermee zijn vruchten blijvend af te werpen.

De werkloosheid is behoorlijk afgenomen en op een laag en respectabel niveau aanbeland. Dit geeft een stimulans aan de belangrijke binnenlandse Amerikaanse

economie die grotendeels afhankelijk is van de consument.

Met de verhoging van de rente (met wellicht verdere renteverhogingen in het verschiet) is de verwachting dat de winstgroei van Amerikaanse bedrijven iets onder druk kan komen te staan.

Daarbij komt dat met de renteverhoging de vraag naar dollars kan toenemen, zeker wanneer de rente verder wordt opgeschroefd. Dit betekent dat de Amerikaanse dollar sterker zal kunnen worden ten opzichte van bijvoorbeeld de Euro. Een sterker wordende dollar kan daardoor ook een bedreiging vormen voor de winstgevendheid van Amerikaanse bedrijven. We zien dit enigszins terug in de bedrijfsresultaten van het derde kwartaal 2015 welke voor Europa iets boven verwachting uitvielen, maar voor de VS bleven deze resultaten wat achter. Het lijkt er dan ook op dat Europa inderdaad baat heeft bij de sterker wordende dollar en dat de VS iets aan winstgevendheid moet inleveren. Uiteindelijk vergroot het de concurrentiekracht van de Europese bedrijven.

De inkoop uit het buitenland van benodigde grondstoffen en halffabricaten wordt, door de stijgende dollar, voor de VS duurder en hierdoor stijgen de productiekosten. Belangrijk is dan om deze kosten uiteindelijk bij de eindverbruiker te kunnen doorberekenen in plaats van dat het ten koste gaat van de winstmarge.

Om dit goed te kunnen beoordelen kijken we naar de ontwikkelingen van de consumentenprijzen alsook de bedrijvigheid binnen de dienstensector.

De bedrijvigheid in de Amerikaanse dienstensector is in december in een iets zwakker tempo gegroeid dan een maand eerder. Dat blijkt uit cijfers die ISM, het onderzoeksinstituut, recent heeft gepubliceerd. De inkoop managersindex, de graadmeter voor deze bedrijvigheid, kwam uit op een stand van 55,3, tegen 55,9 in november. Economen voorspelden in doorsnee een niveau van 56. Een stand boven 50 duidt op groei, daaronder op krimp. Op dit vlak kan vastgesteld worden dat, ondanks de iets tegenvallende cijfers, het zeker naar behoren is.

De FED geeft aan met vertrouwen, de ontwikkelingen van de Amerikaanse economie tegemoet te zien. Is dit ook terecht? Bovenstaande cijfers zijn bemoedigend. Zoals eerder aangegeven is de werkloosheid of anders geformuleerd, de werkgelegenheid hiervoor ook van groot belang.

We zien hier tevens een positief beeld. In de laatste maanden van 2015 laat de werkgelegenheid een sterke groei zien. Dit laat geen twijfel dat de werkloosheid (5 % werkloosheidspercentage in december) onder controle is en dat dit samen met de stijgende werkgelegenheid een goede basis vormt voor de gezondheid binnen de dienstensector.

De renteverhoging van de FED heeft nauwelijks tot geen effect gehad op het verloop van de lange 10-jaars rente in de VS (huidig ongeveer 2,20 %).

Samenvatting/Onze visie:

De eerste renteverhoging is een feit. En deze verhoging wordt gerechtvaardigd door een krachtige Amerikaanse economie waar de arbeidsmarkt zich blijvend verbetert en de werkloosheid is gedaald naar rond de 5 %. Doordat de inflatie laag is, wat voor een deel toe te schrijven is aan de lage olieprijs, zien we dat de consument de portemonnee behoorlijk opentrekt. Als we dit afzetten tegen het feit dat het huishoudboekje van de gemiddelde Amerikaan steeds beter op orde is, is dit absoluut positief te noemen. Het gemiddelde schuldniveau van de consument is de afgelopen jaren licht afgenomen waardoor het netto vermogen is toegenomen. Deze consumentenbestedingen zijn uitermate belangrijk voor de wereldeconomie aangezien zij 15 % van het wereldwijde BBP omvat. De VS komt in zijn geheel uit op 22 %. (China neemt 13 % voor haar rekening).

Het bedrijfsleven daarentegen heeft het schuldenniveau, in tegenstelling tot de consument, zien toenemen en hierin schuilt het gevaar dat wanneer de rente dit jaar te snel verder wordt verhoogd, de herfinancieringskosten van deze leningen toenemen. Enerzijds kan dit een drukkend effect hebben op de winstgevendheid, anderzijds kan dit leiden tot een kredietverkrapping wat resulteert in een mogelijke toename van faillissementen. En juist dit kan weer zorgen voor een nog verdere kredietverkrapping. Dit mogelijke probleem wordt de laatste maanden door een aantal analisten al genoemd.

Wanneer dit probleem zich daadwerkelijk voordoet, zal dit een grote mate van liquiditeit vereisen binnen de obligatiemarkt. Wijzigingen in de regelgeving hebben geleid tot een afname van de hoeveelheid verhandelbare obligaties bij banken. En dit kan betekenen dat deze mindere liquiditeit kan leiden tot grotere koersschommelingen waarop beleggers besluiten hun vermogen terug te trekken. Waarschijnlijk op een moment dat de markt dit vermogen hard nodig heeft.

Het maakt dat de FED ook dit jaar een zeer uitdagende taak staat te wachten met het verder vorm geven van het monetaire beleid. Verdere renteverhogingen zullen daarbij weloverwogen moeten zijn. Gelet op de voorzichtigheid die de FED, in de persoon van Janet Yellen, reeds heeft betracht hebben we er zeker vertrouwen in dat dit nu ook op een juiste wijze zal plaatsvinden. Voor de VS zijn we dan ook licht positief.

Europa, Wat gaat de ECB verder doen?

De Eurozone zit, net als de VS, in een economisch opwaartse cyclus, zij het dat we kunnen constateren dat de groei en het herstel in Europa traag verloopt in tegenstelling tot de VS.

De laatste bedrijfscijfers over het derde kwartaal 2015 laten overall een positieve ontwikkeling zien. De handelsbalansen laten daarbij een behoorlijke plus zien geholpen door de zwakke Euro. Zeer positief voor export (buiten de Euro zone) gedreven bedrijven.

Tevens kan worden vastgesteld dat binnen de private sector de groei van het aantal leningen in de laatste maanden toeneemt wat duidt op een groei van vraag naar vreemd vermogen ten gunste van investeringen.

Deze rentestap was, zij het wat verlaat doorgevoerd, reeds verdisconteerd.

Vooralsnog zien we dat het fundament voor het doorvoeren van deze renteverhoging stevig te noemen is. Deze renteverhoging zal de voorzetting van de positieve economische ontwikkeling niet in de weg hoeven te staan. De OESO voorziet voor 2016 overigens wel, op basis van de recente renteverhoging, een lichte verzwakking van de economische groei in de VS.

De bereidheid van banken tot het verstrekken van deze leningen wordt daarmee steeds groter.

In eerste instantie zien we dat het door Draghi ingezette monetaire beleid zijn vruchten afwerpt. Het heeft gezorgd voor de nodige stabiliteit in de markt. Echter gezien de laatst getroffen maatregelen van Draghi in november 2015 heeft de economie nog steeds een steuntje in de rug nodig, zij het dat de markt per saldo op meer had gerekend.

Voorafgaand aan het ECB-besluit was de algemene verwachting dat de ECB maatregelen zou nemen om de inflatie aan te wakkeren. De stijging van de consumptieprijzen lag eerder in november op een

schamele 0,10 %. Dit afgezet tegen de doelstelling van een inflatie van 2,0 % valt dit behoorlijk tegen.

De ECB heeft de depositorente met 0,10 % verlaagd naar -0,30 %. Dit was geheel conform verwachting. Echter de 'refirente' en de rente van de 'marginal lending facility', de rente die banken moeten betalen als ze geld lenen bij de ECB, bleef onveranderd. Hier had men op een verlaging gerekend. Dit op zich werd nog wel door de markt geaccepteerd.

Maar de markt had daarnaast nog gerekend op een uitbreiding van het huidige opkoopprogramma en daarmee op een extra geldinjectie van ongeveer 10 miljard euro per maand. Noodzakelijk om hiermee de inflatie aan te wakkeren. Hier werd door Draghi geen gehoor aan gegeven. Als pleister op de wonde werd wel toegezegd het opkoopprogramma met zes maanden te verlengen tot ten minste maart 2017.

Dit had niet het beoogde effect en uiteindelijk werd er door de markt negatief gereageerd op de overall tegenvallende maatregelen. Dit zagen we vooral terug in een sterke daling van de aandelenkoersen begin december.

In het vierde kwartaal is het per saldo op de obligatiemarkten kalm gebleven. De renteniveaus, welke in het derde kwartaal licht aan het dalen waren, hebben deze trend in het vierde kwartaal doorgezet. Het rentebesluit van de ECB, waar vooruitlopend hierop de obligatiekoersen stegen door een dalende rente, zorgde voor een stijging van de rentes in Europa (10-jaars Duitse staatslening was 0,50 % en steeg na het rentebesluit naar 0,70 %). Echter dit effect was kortstondig en de trend van een licht dalende rente werd vervolgens voortgezet (heden ongeveer 0,49 %)

Uiteindelijk is de vraag of we de beleidskeuze van Draghi als negatief moeten beschouwen. Evenals de renteverhoging in de VS, kan deze beslissing van de ECB ook krachtig genoemd worden. Gezien het groeiende (zij het aan de trage kant) economische herstel binnen Europa, kan deze keuze duiden op een teken van

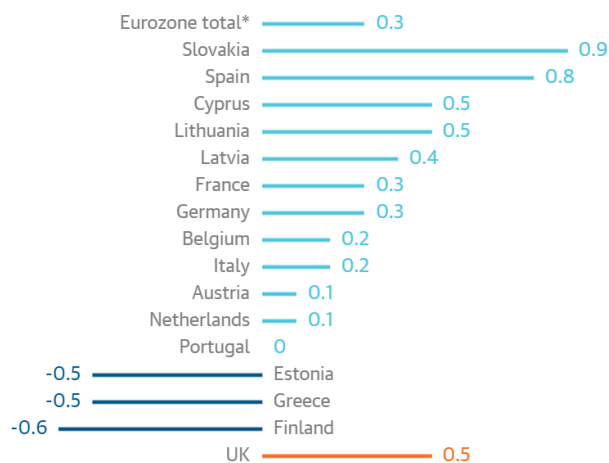
vertrouwen in de toekomst als zijnde; Europa is op de goede weg om meer zelfstandig en met minder steun te kunnen opereren. Vooralsnog geeft de markt de voorkeur aan extra steunmaatregelen.

De economische groei in de eurozone houdt de komende tijd naar verwachting aan aldus Draghi. Deze stelling werd ook begin deze maand bevestigd door de Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling (OESO). De belangrijkste economische indicatoren in de eurolanden tonen volgens de denktank een stabiel beeld. Een positieve uitzondering is Frankrijk, waar de groei lijkt aan te trekken. In onder meer Nederland, Duitsland en Italië blijft de groei voorlopig op het huidige peil, aldus de OESO.

Kijken we naar de laatst bekende economische groeicijfers over het 3^e kwartaal (zie onderstaande grafiek), dan kunnen we stellen dat de groei van de Eurozone 0,30 % bedraagt. Vooral Spanje laat daarbij een sterke stijging zien. Overall lijkt het erop, met enkele landen als uitzondering zoals Finland en Griekenland (niet verrassend), dat Europa een stabiele factor blijkt te zijn.

GDP growth rates

Percentage change compared with the previous quarter



Guardian graphic

Bron: theGuardian

Samenvatting/Onze visie:

Europa is op de goede weg, dat kunnen we zeker stellen. Echter het economisch herstel en de economische groei gaan in een traag tempo, ondanks gemiddeld genomen positieve groeicijfers. Daarbij is Europa wel voor een belangrijk deel afhankelijk van de monetaire steun vanuit de ECB om deze groei te onderhouden. De goedkope olie en een lage euro, waarvan de verwachting is dat deze laatste voorlopig laag zal blijven, heeft ook voor een steun in de rug gezorgd. De consumptie in veel eurolanden trekt aan en de kredietverlening neemt steeds meer toe. Bedrijven tonen daarmee hun bereidheid tot investeren aan.

Het fundament voor Europa is goed te noemen en ondanks het trage groeipad zijn we van mening dat Europa voldoende te bieden heeft voor de belegger. Draghi heeft aangegeven het stimuleringsprogramma te verlengen tot medio 2017. Dit geeft aan dat wanneer het nodig is, hij bereid is tot het nemen van ondersteunende maatregelen. We handhaven ons positief advies voor Europa.

Japan, zet het herstel door?

Vorig kwartaal gaven we aan dat Japan last kan ondervinden van de licht verslechterende omstandigheden in China. Nu deze omstandigheden lijken door te zetten, zien we daarmee tegelijk dat de Japanse beurs onder druk komt te staan.

De Japanse regering en de Bank of Japan (BOJ) doet er alles aan om het ingezette herstel van de economie kracht bij te zetten. Eind oktober, begin november heeft de BOJ, zoals verwacht, Abenomics 2.0 gelanceerd.



Dit nieuwe programma wordt met de nodige twijfel en zelfs wat ongelof door de markt ontvangen. Belangrijk doel is namelijk om een export groei van maar liefst 22 % te realiseren. Echte details over hoe deze doelstelling te behalen ontbreken echter en tevens wordt het tijdsplan waarop dit gerealiseerd dient te worden ook open gehouden.

Daarnaast geeft de BOJ aan de structurele hervormingen uit het eerste programma verder uit te breiden. Echter deze eerder aangekondigde maatregel in Abenomics 1.0 is tot op heden nauwelijks doorgevoerd.

Het opkoopprogramma van obligaties door de BOJ van ongeveer 650 biljoen dollar per jaar blijft voorsnog intact. We zien dan ook dat het bezit van de BOJ aan Japanse staatsobligaties richting de 50 % oploopt dit jaar. Gesproken wordt al over een omvang op de balans welke de vormen aanneemt van een Sumo worstelaar. Tot op heden maken grote Japanse pensioenfondsen nog gretig gebruik van de mogelijkheid hun bezit in Japans schuldpapier om te zetten naar aandelen en andere assets.

China is momenteel een behoorlijk risico voor Japan, zeker wanneer de groei daar sterk afneemt. Japan is voor bijna 20 % afhankelijk van China wat betreft de export. De Yen is de afgelopen jaren behoorlijk gedaald ten opzichte van de Yuan wat een beduidend voordeel geeft wat betreft hun exportpositie. Het maakt dat

Japanse goederen voor China goedkoper geworden zijn. Ook naar de VS, het belangrijkste exportland voor Japan, geldt ditzelfde. Op zich ziet dit er goed uit voor Japan.

Kijkend naar de meest recente cijfers van de werkelijke groei van Japan, dan zien we dat de Japanse economie in het derde kwartaal toch een groei heeft laten zien van 1 % ten opzichte van het tweede kwartaal. Economen voorspelden een groei van 0,2 %. Door deze positieve bijstelling is er geen sprake van een recessie in Japan.

Ook de investeringen namen, vergeleken met het tweede kwartaal, met 0,60 % toe. Hier ging men eerder uit van een lichte daling. Dit betekent dat de investeringen 11 procent hoger liggen dan een jaar geleden. De bedrijfsinvesteringen geven aan dat het bedrijfsleven meer vertrouwen heeft in de toekomst.

De Japanse economie is terug op het pad van gematigd herstel', zei Hiroaki Muto van Tokai Tokyo Research Center tegenover persbureau Bloomberg. 'Het herstel is nog niet sterk, maar er is ook geen reden om pessimistisch te zijn.'

De omslag van recessie naar groei is goed nieuws voor premier Shinzo Abe wiens prioriteit sinds zijn aantreden bijna drie jaar geleden is om voor een robuuste groei van de economie te zorgen.

Samenvatting/Onze visie:

Om te beginnen met de hiervoor genoemde uitspraak van de heer Hiroaki Muto; "het herstel van de Japanse economie is nog niet sterk, maar er is geen reden om pessimistisch te zijn"

Deze mening onderschrijven wij zeker. Het is goed te zien dat Japan uit de recessie is gekomen en dat dit bestendig lijkt te zijn. De groei in het derde kwartaal lag met 1 % zelfs een stuk hoger dan verwacht.

Langs de andere kant zien we dat de belangrijkste handelspartner van Japan, zijnde China, een groeivertraging laat zien welke structureel van aard kan zijn. Ondanks de zwakke yen kan dit een impact gaan hebben op de exportpositie van Japan. We hebben dit ook aan de recente koersdaling van de Nikkei 225 index kunnen zien.

De nieuwe aangekondigde plannen vanuit de BOJ geven nog weinig duidelijkheid over de uitvoering en het bijbehorende tijdsplan. Hier werd uiteindelijk toch meer van verwacht.

Het maakt dat de risico's, ondanks het ingezette groeipad, nog behoorlijk aanwezig zijn. We blijven voor Japan dan ook nog steeds aan de zijlijn staan.

Opkomende Markten, verdere groeivertraging?

China is waar het om draaide in het derde kwartaal en niets is minder waar in het vierde kwartaal. Ook geldt dit voor het begin van 2016. Ondanks dat dit kwartaalbericht ingaat op de ontwikkelingen in de laatste drie maanden van afgelopen jaar, zullen we uitvoerig stilstaan bij de eerste weken van dit nieuwe jaar.

Op 1 januari werden de cijfers gepresenteerd van de economische groei in China en deze werden door de markt slecht ontvangen. Men maakt zich daarbij zorgen over de ingezette vertraging van de economische groei.

De Chinese centrale bank gaf aan dat de verwachte groei voor 2016 ongeveer 6,8 % zal gaan bedragen. Op zich een groeicijfer wat niet heel verontrustend zou hoeven te zijn. Echter veel economen en analisten twijfelen aan de zuiverheid van de groeicijfers.

De productiecijfers en de omvang van de industriële sector laten namelijk voor de vijfde achtereenvolgende maand een krimp zien en heeft te kampen met een verzwakkende internationale vraag en verder toenemende overcapaciteit. In de maanden november en december 2015 zijn in de steenkool- en staalsector al meer dan 250.000 banen verloren gegaan.

De laatste cijfers van de inkoopmanagersindex zakten in december onder het niveau van 50, naar 48,2. Een getal onder de 50 duidt op een krimp van de economische activiteit.

Dit, in samenhang met de aankondiging op 1 januari van de groeicijfers, zorgde voor het inzetten van een zware koersdaling. De Chinese beurzen duikelden op maandag 4 januari zo hard naar beneden dat de handel werd stilgelegd. De Shanghaise en Shenzhen-indexen daalden met 6,7 en 8,2 procent.

Eerst trokken de Chinese beurzen die van Hong Kong (-2,8 procent) Tokio (-3,2 procent) en Seoul (-2 procent) met zich mee. Daarna volgde Europa. De AEX-index sloot 2,3 procent lager en had daarmee de slechtste jaarstart sinds de oprichting in 1983. De Duitse DAX noteerde minus 4,3 procent. En vervolgens was ook in de Verenigde Staten het sentiment negatief. De Dow Jones-index sloot 1,58 procent lager.

Voor het eerst trad op deze 'zwarte maandag' op de Chinese beurzen een nieuw systeem in werking om de

handel tijdelijk stil te leggen als de zogeheten A-aandelen (die zijn genoteerd in de Chinese renminbi) in korte tijd meer dan 7 procent dalen.



In plaats van de voorgeschreven 30 minuten besloten de Chinese beursautoriteiten de handel verder de hele dag stil te leggen. De autoriteiten zijn nog maar nauwelijks gekomen van de beurscrises in de zomer van 2015. In juni en juli verloor de beurs van Shanghai 30 procent van zijn waarde. Beleggers in A-aandelen mochten sindsdien hun aandelenpakketten niet verkopen tot maandag 4 januari 2016. Omdat zij wisten dat het nieuwe 'remsysteem' in werking trad, hadden zij grote haast om van hun aandelen af te komen. Die haast werd gevoed door slechte eindejaarsrapporten over dalende export, faillissementen en massaontslagen.

China, zo verwachten analisten, zal in hoge mate bepalen hoe goed het dit jaar gaat met de wereldeconomie. Mede vanwege de problemen in dat land stelde het Internationaal Monetair Fonds (IMF) de verwachting van de wereldwijde groei in 2016 onlangs naar beneden bij, naar rond de 3 procent. De Chinese groeivertraging raakt de wereldhandel, en daarmee ook de economieën in het Westen aldus het IMF.

De OESO (Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling) liet overigens weten dat zij voor China in 2016 voorzichtige tekenen van herstel verwachten en is hier iets rooskleuriger dan het IMF.

De vraag is en blijft hoe snel China zich zal kunnen omvormen van een exportland met lage lonen naar een relatief welvarende economie die meer draait op binnenlandse consumptie, een en ander conform het in 2013 gelanceerde transitieprogramma One Belt, One Road. (zie ook derde kwartaalbericht).

De Chinese autoriteiten proberen de zorgen over de economie te sussen met argumenten als dat de investeringen in nieuwe sectoren zoals internethandel zullen stijgen. En ook de consumptie zal hiermee toenemen. Maar het is de vraag of dat voldoende is om de slechtere prestaties van de "maak"sector te kunnen

compenseren. De export en de investeringen in vastgoed zijn teruggevallen.

Analisten en investeerders betwijfelen of de Chinese regering haar plannen voor de liberalisering van de economie door zal zetten. „Dat is dé belangrijkste economisch-politieke vraag voor de wereld in 2016”, aldus top econoom He Fan.

Onduidelijk is of een reeks hervormingen die de autoriteiten hebben aangekondigd, van onder meer de financiële sector, de landbouw, het bevolkingsregistratiesysteem en de eenkindpolitiek, echt zullen worden doorgezet.

De onzekerheid wordt vergroot door de aarzeling van de autoriteiten om de industrie (staal, steenkool, cement) te reorganiseren. De staat is huiverig om zijn eigen rol in de economie te verkleinen en lijkt daarmee zichzelf in de weg te zitten.

Maken we de overstap naar Zuid-Amerika en specifiek naar Brazilië, dan zien we dat de olie export gerelateerde economie zwaar te lijden heeft van de gedaalde olieprijs. Daarnaast loopt de werkloosheid op naar inmiddels 9 % in het vierde kwartaal en de inflatie is gestegen tot ver boven de 10 %. Dit maakt dat het vertrouwen van de consument en het bedrijfsleven op een dieptepunt zit. Consumptie wordt uitgesteld en investeringen lopen sterk terug (-/- 4 % in het derde kwartaal)

Met een negatieve groei van de economie in het derde kwartaal van 1,70 %, daar waar min 1,20 % was verwacht, is het land officieel in een recessie beland (drie kwartalen op rij van negatieve economische groei).

De politiek speelt hierin een grote rol en dan voornamelijk op het gebied van de corruptieschandalen rondom het grote olieconcern Petrobras. Het geeft hiermee aan dat dit probleem diep zit geworteld. De huidige president Rousseff zal het veld moeten ruimen om het vertrouwen in de politiek te herstellen.

Hier wordt inmiddels hard aan gewerkt, maar deze politieke strijd zorgt ervoor dat het land momenteel lastig te besturen is. Zeker als het gaat om het voeren van een adequaat crisisbeleid.



Hierdoor zijn de bedrijfsomstandigheden de laatste maanden verder verslechterd. Dit is terug te zien in de dalende inkoopmanagersindex welke in november is gedaald tot 43,80 wat duidt op een verdere krimp van de economische activiteit.

Het begrotingstekort is opgelopen tot ongeveer 9 %, wat ertoe heeft geleid dat Standard & Poor de Braziliaanse leningen heeft afgewaardeerd tot junk-status. Moody's en Fitch hebben het land nog op "investment grade" staan, maar overwegen eenzelfde stap. De problemen zijn hiermee toegenomen.

Niet alleen bij de overheid zijn de problemen aanwezig. Zo ook bij de bedrijven en gezinnen. Het blijkt uit cijfers van het IIF (institute of international finance), dat een flink deel van hun schulden openstaat in dollars. Zeer confronterend wanneer je ziet dat de dollar afgelopen jaar 46 % duurder is geworden ten opzichte van de Braziliaanse real.

De leenkosten lopen hiermee flink op en indien dit gepaard gaat met een hogere belastingdruk en dalende verkopen, kan het leiden tot een faillissementsgolf onder de bedrijven.

De tijd dringt voor Brazilië dat er een resolute politieke hervorming komt. Dit zal nodig zijn om uiteindelijk het vertrouwen in de Braziliaanse overheid terug te winnen en zo de nodige financiële hervormingen door te kunnen voeren.

Om met een positief tintje af te sluiten. De OESO heeft onlangs de verwachting uitgesproken, dat Brazilië in 2016 voorzichtige tekenen van herstel zal laten zien.

Samenvatting/Onze visie:

Het jaar 2015 is voor de emerging markets een slecht jaar geweest. En evenals in China hebben deze markten flink moeten inleveren. Een aantal factoren speelde daarbij een rol. Een groot aantal landen uit de emerging markets had te kampen met dalende koersen van hun valuta mede door de stijgende dollar. Dit heeft ervoor gezorgd dat de inkomsten uit export zijn afgenomen en de kosten van import zijn toegenomen. Dit betekent een behoorlijke impact op de winstgevendheid van bedrijven.

De schuldenlast welke deze landen hebben is, (door de stijgende dollar) omgerekend in eigen valuta ook hoger geworden. Het zorgt ervoor dat de rentelasten voor leningen alsook voor aflossingen zijn toegenomen. De daling van de grondstofprijzen is ook niet in de koude kleren gaan zitten. Een belangrijk aantal landen is hiervan exporteur en deze landen hebben hun inkomsten hieruit aanzienlijk zien dalen. Al met al maakt het dat deze regio niet geliefd was en is bij menig belegger.

Voor China geldt natuurlijk de overgangsfase waarin het verkeert, waarin men de stap maakt naar een meer consumptiegedreven economie. Dit gaat in eerste instantie gepaard met een vertraging van de economie, overigens een logische overgang van een opkomende markt naar een volwassen economie. Een olietanker die van koers verandert, vertraagt immers ook.

Om toch tussentijds de groei op een behoorlijk peil te houden heeft Peking aangekondigd stimuleringsmaatregelen te nemen indien nodig. De Chinese overheid heeft de groeiprojectie tot 2020 op gemiddeld 6,50 % per jaar gesteld. Let wel: gemiddeld en dus niet ieder jaar 6,50 %. Het laat de Chinese overheid en de centrale bank ruimte om in die periode van 5 jaar de stimuleringen aan te passen wanneer dat vereist is. Het onlangs aangekondigde groeicijfer begin deze maand hoeft dus uiteindelijk niet heel pessimistisch uitgelegd te worden.

Een harde landing hoeft het dus zeker niet te worden. Net als in de VS zal de Chinese consument zorgen voor de nodige steun. Per jaar neemt de particuliere consumptie meer dan 10 % toe. Met de transitie naar een consumptie gedreven economie verwacht men dat deze percentages lange tijd houdbaar zijn.

Ondanks de fase waarin China nu zit, met daarbij het schuldenverhaal (kwetsbaar bij een verder stijgende dollar en stijgende rente) voor geheel Azië, zal deze regio een belangrijke bijdrage leveren aan de wereldwijde groei. Voor Azië zijn we dan ook positief voor 2016. Andere emerging market regio's zoals Latijns-Amerika blijven we voorlopig mijden. Deze regio's zijn nog zeer sterk afhankelijk van de prijsontwikkeling op de grondstoffenmarkt.

Kapitaalmarkt

Historisch gezien bewegen de huidige rentestanden in Europa op zeer lage niveaus. We zijn dan ook van mening dat de huidige Europese lange rentes feitelijk te laag zijn. Met andere woorden: staatsobligaties zijn te duur.

De stelregel is namelijk dat de lange rente gelijk dient te zijn aan de nominale groei van de economie. Doen we deze rekensom voor Duitsland, dan zou de rente ongeveer op 2 % uit moeten komen. Met de huidige 10-jaars Duitse staatslening op 0,50 % zit hier een aardig verschil in. Dit verschil is deels veroorzaakt door de verruiming van het monetaire beleid van de ECB.

Dat de lange rente in Europa uiteindelijk zal gaan stijgen is een logisch gegeven. Wanneer dit plaatsvindt, verwachten we dat dit zeer geleidelijk gaat gebeuren. Voorlopig zal de ECB met haar beleid de lange rente nog drukken en voorzien we blijvend lage rentestanden voor de komende maanden.

De FED heeft de eerste stap naar een hoger beleidstarief gezet en beoogt daarmee een normalisering van het monetaire beleid. Dit na de jarenlange stimulering van de economie via lage rentetarieven en het opkopen van obligaties. De ECB zit nog midden in deze fase.

Op de wereldwijde obligatiemarkt kan een oplopende Amerikaanse rente, de rentestand in Europa gaan beïnvloeden. In welke mate dit zal zijn is op dit moment moeilijk te overzien. Hogere renteniveaus in de VS, in samenhang met een sterker wordende dollar maakt dat het beleggen in Amerikaanse obligaties voor Europa aantrekkelijker kan worden. Hier kan een koersdrukkend effect vanuit gaan richting Europese obligaties.

Staatobligaties achten wij te duur zoals eerder gezegd. Bedrijfsobligaties genieten hierbij de voorkeur, zij het dat het verwachte rendement voldoende compensatie moet bieden ten opzichte van het bedrijfsrisico. De

risicopremies bij bedrijfsobligaties zijn de afgelopen maanden afgenomen (zie ook de CDS spreads).

Het selectieproces van de juiste keuze van dergelijke obligaties in de portefeuille is dus van wezenlijk belang. Vandaar dat we binnen de beleggingsportefeuille de voorkeur geven aan beleggingsfondsen ten opzichte van individuele obligaties.

De categorie high yield obligaties en obligaties van de groeilanden bieden ons inziens nog steeds een aantrekkelijke vergoeding ten opzichte van het bijbehorende risico. Ook hier geven we de voorkeur aan opname van beleggingsfondsen.

2. Kredietwaardigheid

Bron : BNP Paribas	02-07-2015	05-10-2015	12-01-2016	S&P longterm	S&P Outlook (*)
Issuer	5Y CDS spread in basispoints	5Y CDS spread in basispoints	5Y CDS spread in basispoints	credit rating	
Rabobank	72,94	75,05	56,18	A+	stabiel
Royal Bank of Scotland Holding	92,00	90,51	72,00	BBB+	stabiel
UBS	72,64	69,77	53,51	A	positief
Barclays Bank plc	80,13	78,67	64,51	A-	stabiel
ING Bank	85,27	77,89	56,99	A	stabiel
BNP Paribas	85,24	86,64	69,31	A+	stabiel
Natixis	78,07	81,28	76,00	A	stabiel
Société Generale	94,71	95,73	69,82	A	stabiel
Commerzbank	101,81	115,38	97,82	BBB+	negatief
Van Lanschot	Niet beschikbaar			BBB+	Niet beschikbaar

Landen	03-07-2015 5Y CDS spread In basispoints	05-10-2015 5Y CDS spread In basispoints	08-01-2015 5Y CDS spread In basispoints
Ierland	56	50	40
Spanje	107	107	96
Italië	132	122	101
Portugal	187	174	188
USA	17	15	18
Duitsland	16	14	13
Frankrijk	45	33	27
Nederland	20	18	16

Bron:CNBC

Ondanks de huidige strubbelingen op de aandelenbeurzen zien we dat het vertrouwen bij banken en bij overheden verder is toegenomen. Dit zien we duidelijk terug in de afname van de CDS-spreads in het vierde kwartaal. Het ingezette beleid van centrale banken om de vermogens- en solvabiliteitseisen voor banken aan te scherpen zien we hierin terug komen. Uit verschillende stresstests is gebleken dat de banken hun balansen inderdaad hebben verstevigd en in staat zijn om tegenslagen als in tijden van de kredietcrisis van 2008 te kunnen opvangen.

Ditzelfde geldt ook voor de landen in het algemeen. Daar zien we een duidelijke trend in afname van renteopslagen, met hier en daar een uitzondering. Zie bijvoorbeeld Portugal. Het geeft aan dat ook overheden zich steeds meer hebben onttrokken aan de kredietcrisis.

3. Beleggingsbeleid

Het afgelopen jaar is na afsluiting van het 4e kwartaal een lastig beleggingsjaar gebleken met een grote mate van beweeglijkheid in de markt. Voor 2016 wordt de uitdaging ook groot gezien de moeizame start. Wat betekent dit voor ons beleggingsbeleid?

Overall blijven we voor aandelen licht positief, maar zijn we wel selectiever wat betreft de regio waarin we beleggen. Dit omkleedt met het blijvend inbouwen in de portefeuille van een (grote) bescherming tegen onverwachte dalingen, middels opname van verschillende garantiestructuren.

Voor de VS zijn we neutraal tot licht positief, ondanks de eerste renteverhoging in december. De renteverhoging lijkt namelijk een terechte en verantwoorde keuze vanuit de FED. Dit, omdat we zien dat de werkloosheid historisch laag is en dat de werkgelegenheid nog steeds toeneemt. Dit zorgt ervoor dat de consumentenbestedingen op een gezond peil blijven liggen en voor een goed fundament zorgen voor de Amerikaanse economie. Daarentegen kan de renteverhoging (vaak gevolgd door meerdere verhogingen) een drukkend effect hebben op de winstgevendheid van bedrijven, omdat de financieringslasten daardoor toenemen.

Het economisch fundament voor Europa is per saldo goed te noemen. De economische groeicijfers zijn overall positief en de economie groeit gestaag, zij het in een traag tempo. Aan deze groei draagt de ECB, door haar monetaire beleid (verlengd naar maart 2017), een belangrijke steun bij. Ondanks de afhankelijkheid van de ECB, zorgt het voor stabiliteit in de Eurozone en kan het blijven rekenen op steun. Dit zorgt ervoor dat de Europese economie de tijd krijgt om uiteindelijk op eigen benen te kunnen gaan staan. Gevaren en risico's liggen ook op loer. Denk daarbij bijvoorbeeld aan China met enige groeivertraging wat van invloed kan zijn op de export vanuit Europa. Echter de risico's afwegende zijn we voor Europese aandelen positief.

Voor beleggen in aandelen Emerging markets en China specifiek, zijn de risico's nog niet afgenomen. De hoge dollar speelt parten voor de schuldenlast (uitgedrukt in eigen valuta) van vele landen in die regio en de dollar blijft naar verwachting nog op een sterk niveau liggen.

Ondanks dat China heeft aangekondigd een langjarige groei van gemiddeld ongeveer 6,50 % te verwachten (dit eventueel ondersteund middels monetaire impulsen vanuit de Chinese centrale bank) zijn verschillende analisten en marktpartijen terughoudend over de bestendigheid hiervan. Dit zorgt voor de beweeglijkheid van afgelopen weken. Aangezien we

inschatten dat de risico's op dit moment voor deze regio nog aan de hoge kant zijn, blijven we wat betreft nieuwe posities, aan de zijlijn staan.

Japan is en blijft een economie welke blijft worstelen wat betreft het verkrijgen van een stevig fundament. We zien duidelijk terug dat het monetaire beleid sterk wordt ingezet vanuit de BOJ. Echter blijvend duidelijke effecten zijn nog niet merkbaar en de nieuwe plannen vanuit de BOJ missen de nodige transparantie. Japan mijden we al langere tijd en vooralsnog houden we dit standpunt vast.

Beleggingen in vastgoed achten wij momenteel verantwoord. We voorzien namelijk geen sterke rentestijging op korte termijn, eerder een meer zijwaartse beweging hiervan. Dit zorgt ervoor dat de financieringskosten voor onroerend goed laag blijven en dat de huuropbrengsten interessant blijven in vergelijking met de investering.

Op het rentefront is het per saldo in het vierde kwartaal rustig gebleven. De renteverhoging in de VS alsook het verlengen van het monetaire beleid in Europa heeft in deze regio's niet geleid tot verdere stijging van de langjarige rente. Deze beslissingen zaten blijkbaar al verdisconteerd in de koers.

Wat we verwachten is, dat de Amerikaanse inflatie wat zal oplopen en dat dit zich zal vertalen in een licht stijgende rente in 2016. Het maakt dat er een koersdruk kan ontstaan op huidige beleggingen in Amerikaanse obligaties. Vandaar dat we deze categorie onderwegen. Gezien de verlenging van het monetaire beleid vanuit de ECB is de verwachting dat de rente voorlopig laag blijft groot. Aanhouden van Europese bedrijfsobligaties is verantwoord en daarbij hanteren we een neutrale visie. Opname van de categorie staatsobligaties blijven we mijden, omdat we deze te duur achten.

De risico's bij een belegging in obligaties in Emerging Markets, in verband met het aantrekken van de dollar, zijn nu enigszins verdisconteerd in de koersen. Echter met de verwachting dat de Amerikaanse rente verder verhoogd kan worden zijn de risico's zeker nog niet verdwenen. Het maakt dat we een belegging in deze obligaties mijden.

Naast eerder genoemde bedrijfsobligaties blijven we, evenals in het vorige kwartaal, tevens voorkeur houden voor een belegging in high yield obligaties.

4. Ten slotte

2015 zit er op en het laatste kwartaal heeft ervoor gezorgd dat de meeste beurzen met een (lichte) plus het jaar hebben afgesloten. Dit nieuwe jaar heeft helaas een “valse” start gemaakt en dat maakt dat we met onze handen stevig aan het roer staan om bij te sturen waar nodig. De risico's op korte termijn lijken toegenomen te zijn, denkend daarbij aan de groeiperikelen in China in combinatie met de heftige schommelingen op de beurzen. Echter we trachten niet het onderliggende economische fundament daarbij uit het oog verliezen.

China is bezig een veranderingsslag te maken van productie economie naar consumptie economie. Een proces wat vele jaren in beslag neemt. China heeft daarbij aangekondigd een lange termijn groei van de economie te voorzien van gemiddeld ongeveer 6,5 % per jaar. Deze groei zal naar verwachting niet in een rechte lijn naar boven gaan, maar met af en toe wat haperingen, zoals we nu ervaren. De omzetting naar een consumptie economie (krachtig ondersteunt daarbij door de Chinese centrale bank) biedt op de middellange termijn zeker ook kansen voor de economieën welke veel exporteren naar China.

De VS heeft met de renteverhoging kenbaar gemaakt vertrouwen te hebben in de kracht van de Amerikaanse economie. De renteverhoging kan de Amerikaanse economie enigszins vertragen, maar de FED is van mening dat de balans tussen enerzijds monetaire verkrapping en de gezondheid van de economie in evenwicht blijft. Europa is nog deels afhankelijk van de monetaire steun vanuit de ECB, maar daar zien we per saldo dat het economische fundament stevig is.

De economische voorspellingen, wat betreft de groei van de economie voor 2016, door het IMF zijn gemiddeld genomen niet slecht te noemen (3,60 % groei wereldeconomie). Er ligt echter wel een overvloed aan uitdagingen, aldus hoofdeconoom bij het IMF, Maury Obstfeld. Hierin zitten mogelijk risico's dat de groeiverwachting uiteindelijk lager kan uitpakken dan verwacht. Op voorhand is de uitkomst van mogelijke negatieve, maar daarentegen ook positieve risico's, niet te voorspellen.

Het is daarom, dat we het belangrijk vinden om voor een substantieel deel van de portefeuille een grote mate van bescherming in te bouwen middels opname van garantiestructuren. Deze mate van bescherming (tussentijds, maar vooral op het einde van de looptijd) kan ervoor zorgen dat een deel van het belegde vermogen gevrijwaard kan blijven van eventueel dalende beurzen. Op deze wijze trachten we, in geval van tegenwind, de mogelijke “schade” binnen de portefeuille te beperken met uiteraard behoud van volledige opwaartse potentie.



Disclaimer : Ondanks dat de informatie in dit kwartaalbericht is samengesteld met de grootst mogelijke zorgvuldigheid, kunnen er geen rechten aan ontleend worden. Veel van de opgenomen informatie draagt het karakter van een opinie van de samensteller. De geraadpleegde bronnen worden door de samensteller als betrouwbaar beschouwd.